



December 2010

WORKING PAPER SERIES

2010-ECO-06

Quels risques pour la dette publique belge?

Eric Dor

IESEG School of Management, LEM-CNRS (UMR 8179)

IESEG School of Management
Catholic University of Lille
3, rue de la Digue
F-59000 Lille
www.ieseg.fr
Tel: 33(0)3 20 54 58 92
Fax: 33(0)3 20 57 48 55

Quels risques pour la dette publique belge?

Eric Dor

Directeur de la recherche de l'IESEG (Institut d'Economie Scientifique et Gestion) de
l'Université Catholique de Lille, Laboratoire LEM du CNRS)

5 décembre 2010

Résumé

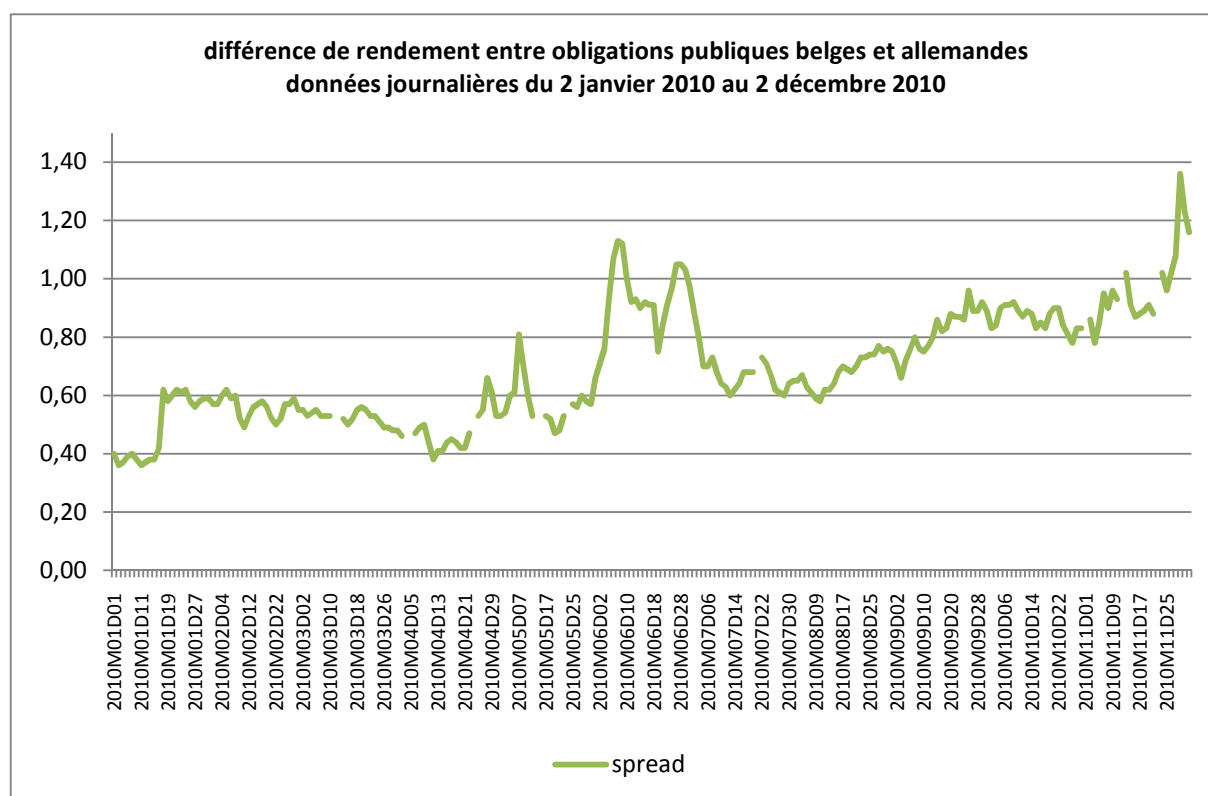
Cette étude examine si il y a des fondements économiques sérieux à une montée significative de la prime de risque à l'égard des obligations émises par la Belgique. On compare la Belgique avec plusieurs pays de la zone euro, d'une part les pays dont la dette suscite une forte méfiance des marchés, d'autre part l'Allemagne et d'autres pays du « core » de la zone euro. On étudie tout particulièrement des facteurs structurels comme la croissance, le taux de chômage, le commerce extérieur, le taux d'épargne et les actifs financiers nets des ménages, l'endettement des entreprises, et la taille des banques.

Introduction

Cette étude examine si il y a des fondements économiques sérieux à une montée significative de la prime de risque à l'égard des obligations émises par la Belgique. On compare la Belgique avec plusieurs pays de la zone euro. Evidemment la comparaison est effectuée avec les autres pays de la zone euro dont la dette publique suscite la méfiance des marchés, Espagne, Grèce, Irlande, Italie et Portugal, dans le but d'identifier si l'économie belge présente des similarités avec les facteurs de risque présents dans ces pays. On compare aussi les fondamentaux de l'économie belge avec les pays du « core » de la zone euro, l'Allemagne, la France, ainsi que les Pays-Bas et l'Autriche qui sont également des petites économies ouvertes très liées à la locomotive allemande.

La dette publique en Belgique

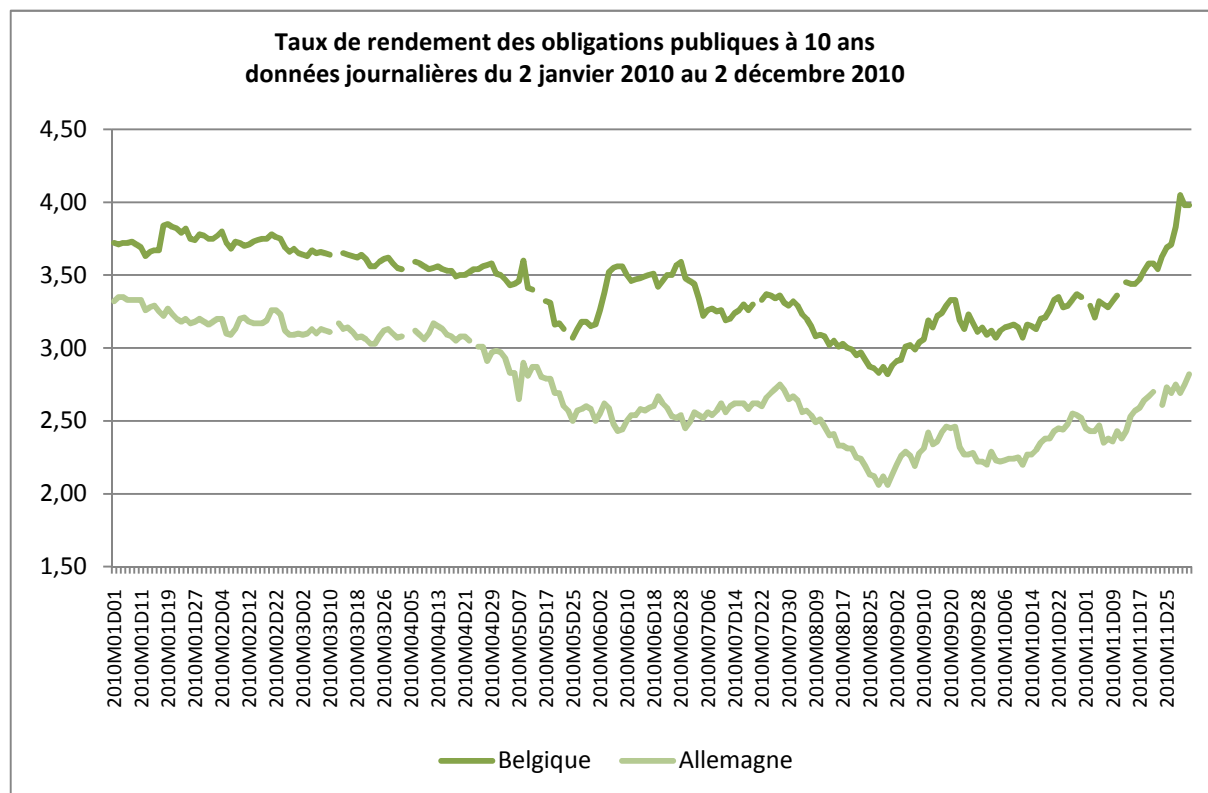
La différence de rendement entre les OLO belges et les bunds allemands à 10 ans s'est envolée en novembre, pour dépasser les 130 points de base.



Source : EUROSTAT, BNB, BUNDESBANK

Cette défiance relative vis-à-vis des obligations belges a dépassé en intensité le dernier épisode similaire, qui avait accompagné l'incertitude politique qui résultait des élections de juin. L'envolée actuelle de la prime de risque sur la dette belge s'inscrit dans le contexte

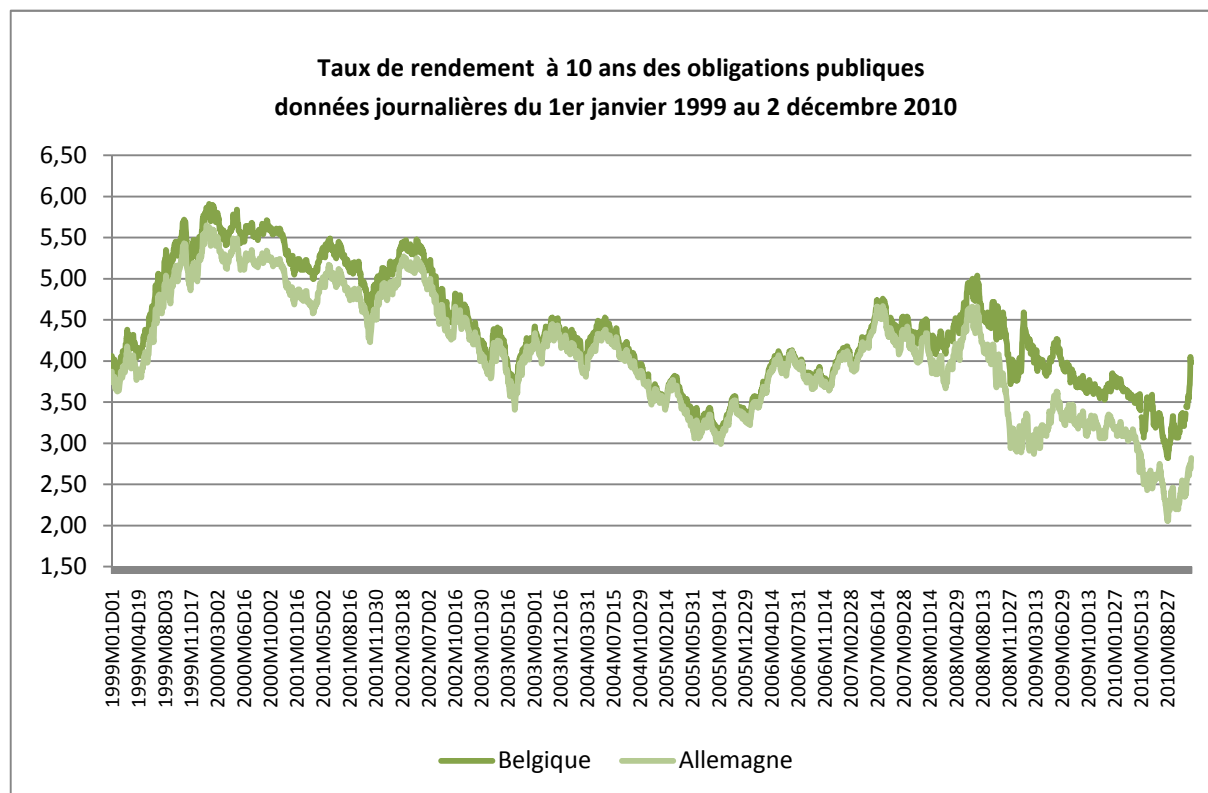
d'une accentuation de la crise des dettes souveraines de la zone euro, qui a même tendu légèrement les taux allemands.



La hausse des taux de rendement exigés sur la dette publique des pays les mieux notés par les agences de rating, considérés comme le « core » de la zone euro, reflète un début de contagion à ces pays de la crise de confiance qui a d'abord affecté les pays dits « périphériques » de la zone, et a déjà nécessité des plans de sauvetages européens pour la Grèce et l'Irlande.

Jusqu'à présent cet effet de contagion a eu une ampleur limitée et n'a pas encore annulé la baisse globale des rendements exigés sur les dettes publiques bien notées, depuis le déclenchement de la crise bancaire en 2008 et la faillite de Lehmann Brothers. La récession a en effet détourné les investisseurs des actifs risqués et provoqué une ruée sur la dette souveraine de qualité, réputés sans risque. En même temps, les marchés se sont mis à différencier nettement les primes de risques qu'ils appliquent aux pays de la zone. Cette situation contraste fortement avec celle qui prévalait depuis le lancement de l'euro et jusqu'en 2008, où les écarts de rendement exigés sur les différentes dettes européennes étaient assez minimes, ignorant les écarts de fondamentaux économiques qui étaient cependant déjà bien présents. Il faut dire que les agences de rating avaient systématiquement sous-évalué les risques souverains, en ne prenant pas consciences des conséquences qu'allaient avoir l'accumulation des déséquilibres macroéconomiques, qu'ils soient plutôt liés au secteur public comme en Grèce, ou au secteur privé comme en Irlande et en Espagne, avec la formation de bulles immobilières et un endettement excessif des ménages. Par la suite, mais après que les marchés aient commencé eux-mêmes à s'inquiéter de l'état des finances publiques de certains pays périphériques de la zone euro, les agences de rating ont tardivement rejoint le

mouvement et dégradé les notes de ces pays, ce qui a amplifié la crise des dettes à défaut de l'avoir initiée.

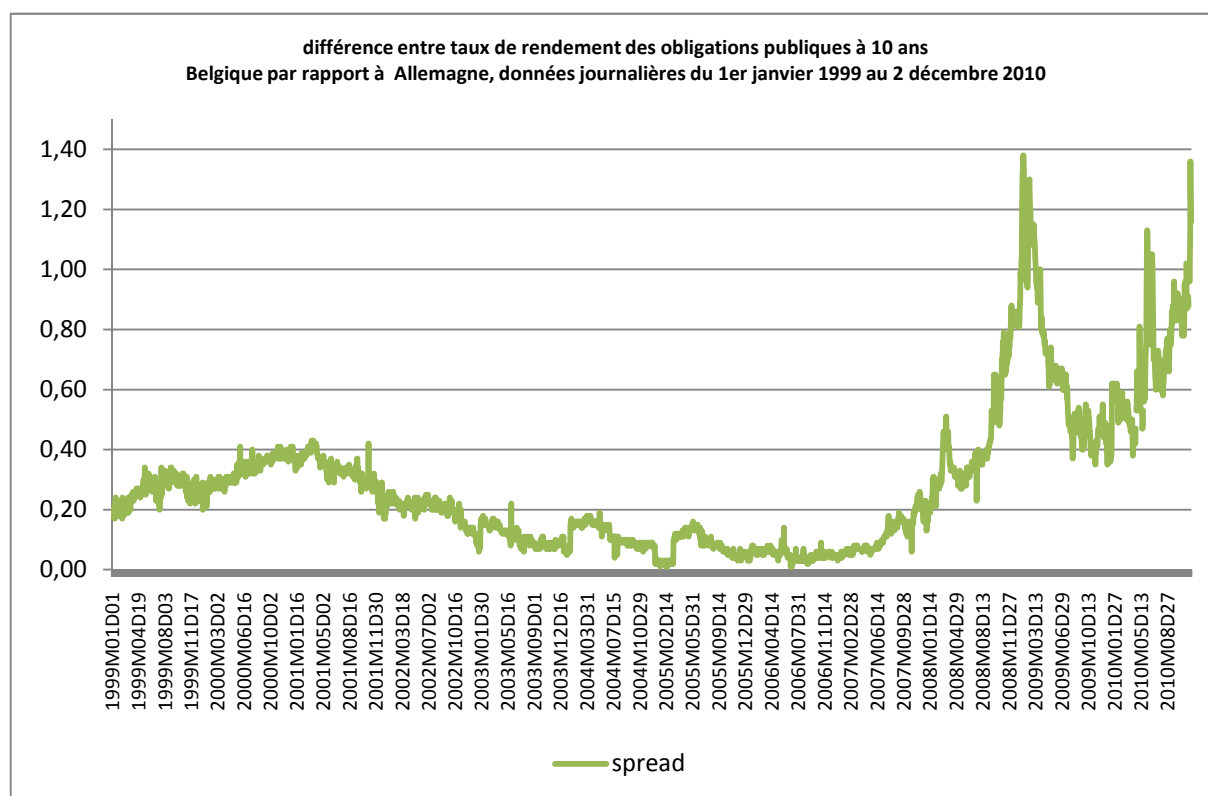


Si les primes de risque des pays les mieux notés de la zone euro étaient à leur tour relevées structurellement, cela indiquerait que les marchés prennent en compte la possibilité que des pays comme l'Allemagne soient contraints de s'exposer eux-mêmes aux dettes publiques des pays périphériques, et donc de dégrader leur propre solvabilité et la qualité de leur dette. Cette crainte a quelque fondement puisque l'exposition des banques allemandes aux dettes publiques européennes est telle que le gouvernement allemand ne pourrait tolérer un défaut des grands pays périphériques de la zone euro sur leurs dettes. En dépit d'une réticence affichée contre toute mutualisation des dettes publiques en zone euro, l'Allemagne a déjà bien été obligée de prêter directement à la Grèce ou de donner son agrément au plan de sauvetage européen qui prévoit que les états « vertueux » apportent leur garantie à des dettes émises par des états aux finances délabrées. La nécessité de sauver ses banques contraint l'Allemagne à s'éloigner de ses principes.

En ce qui concerne la Belgique, c'est cependant directement la capacité intrinsèque du pays à assurer le service d'une dette publique très élevée qui semble être mise en question par les marchés, comme c'est déjà le cas de l'Espagne et du Portugal, voire de l'Italie, après la Grèce et l'Irlande. La Belgique glisserait-elle progressivement du « core » de la zone euro vers la catégorie peu enviée des pays périphériques à la crédibilité dégradée ?

L'écart de taux entre les OLO belges et les bunds allemands à 10 ans a en effet atteint, le 30 novembre 2010, un sommet historique depuis 1993, donc avant le lancement de l'euro, si l'on

excepte peut-être début 2009 lorsque les comptes publics se montrèrent fortement dégradés après que l'état belge eût injecté des capitaux dans les banques en 2008.



La prime des credit default swaps sur les obligations publiques de la Belgique a atteint un sommet de 204,9 points de base (Markit, cds 5 Yr mid) le 30 novembre 2010. Pour s'assurer contre une impossibilité éventuelle de l'état belge de lui rendre son argent à l'échéance, un investisseur qui aurait investi 1 million d'euros en OLO doit donc payer une prime de 20490 euros par an, ou 2,049% du principal. Dans le même temps les primes des cds ne s'élevaient qu'à 62,27 points de base pour les Pays-Bas, et un peu plus de 58 points de base pour l'Allemagne. Les primes des credit default swaps, qui reflètent des primes de risques, sont évidemment incorporées implicitement dans les taux de rendement exigés par les investisseurs. Les écarts entre taux de rendements sont donc très proches des écarts entre primes cds.

La prime cds sur les obligations belges s'est cependant allégée quelque peu dans les jours suivants, jusqu'à 182 points de base le 3 décembre 2010, contre 44,62 pour l'Allemagne, 285 pour l'Espagne, ainsi que 406, 18 pour le Portugal, 880 pour la Grèce ou 526, 62 pour l'Irlande. La BCE a en effet favorisé un mouvement généralisé de baisse des rendements et des primes cds en procédant à des achats massifs de dettes souveraines européennes.

Une dette publique très élevée mais un déficit bien maîtrisé

En pourcentage du PIB, la dette publique de la Belgique se situe au troisième rang de la zone euro, après la Grèce et l'Italie, et talonnée par l'Irlande.

	dette publique en % du PIB en 2010	déficit public en % du PIB en 2010	déficit public en % du PIB en 2011	déficit public primaire en % du PIB en 2010	taux d'intérêt implicite sur la dette publique (novembre 2010)
Belgique	98,60%	4,80%	4,6%	1,3%	3,80%
Espagne	64,40%	9,30%	6,4%	7,3%	3,70%
Irlande	97,40%	32,30%	10,3%	29,3%	4,60%
Portugal	82,80%	7,30%	4,9%	4,4%	3,90%
Grèce	140,20%	9,60%	7,6%	0,7%	4,60%
Pays-Bas	64,80%	5,80%	3,9%	3,7%	3,60%
France	83%	7,70%	6,2%	5,2%	3,40%
Allemagne	75,70%	3,70%	2,7%	1,2%	3,40%
Italie	118,90%	5%	4,3%	0,4%	4,10%
Autriche	70,40%	4,30%	3,6%	1,5%	4,20%

Sources: EUROSTAT

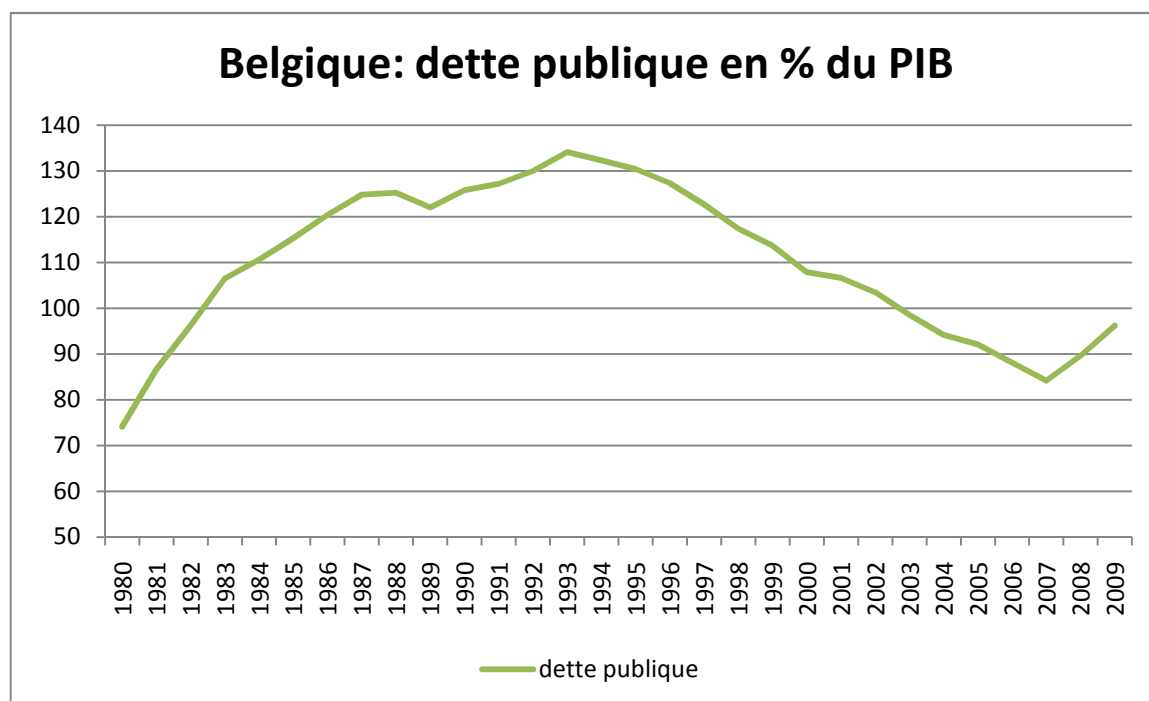
Par contre le déficit public de la Belgique est un des plus bas de la zone euro, et est même inférieur à celui des Pays-Bas. La maîtrise du déficit est une condition essentielle de crédibilité pour un Etat débiteur avec un niveau de dette très élevé comme la Belgique. Alors que la dette de la Belgique, en % du PIB, est plus élevée que celles de l'Irlande, l'Espagne ou du Portugal, les obligations émises par ces pays suscitent beaucoup plus de défiance de la part des investisseurs, jusqu'à présent, comme en attestent les écarts de rendement ou les différences entre primes cds. La raison tient partiellement à la différence entre un déficit maîtrisé en Belgique, et des déficits élevés qui, s'ils étaient maintenus, risqueraient de provoquer une dynamique explosive de la dette en Irlande, au Portugal ou en Espagne.

Le déficit primaire de l'état belge, c'est-à-dire hors paiement des intérêts sur la dette publique, contraste encore plus avec ceux des autres pays « à risque » que sont l'Espagne, le Portugal et l'Irlande. Or il est bien connu que pour stabiliser la dette publique en % du PIB, il est généralement nécessaire de dégager un surplus primaire, dont l'ampleur à atteindre varie en fonction de la croissance du PIB en valeur et du taux d'intérêt implicite sur la dette. Les

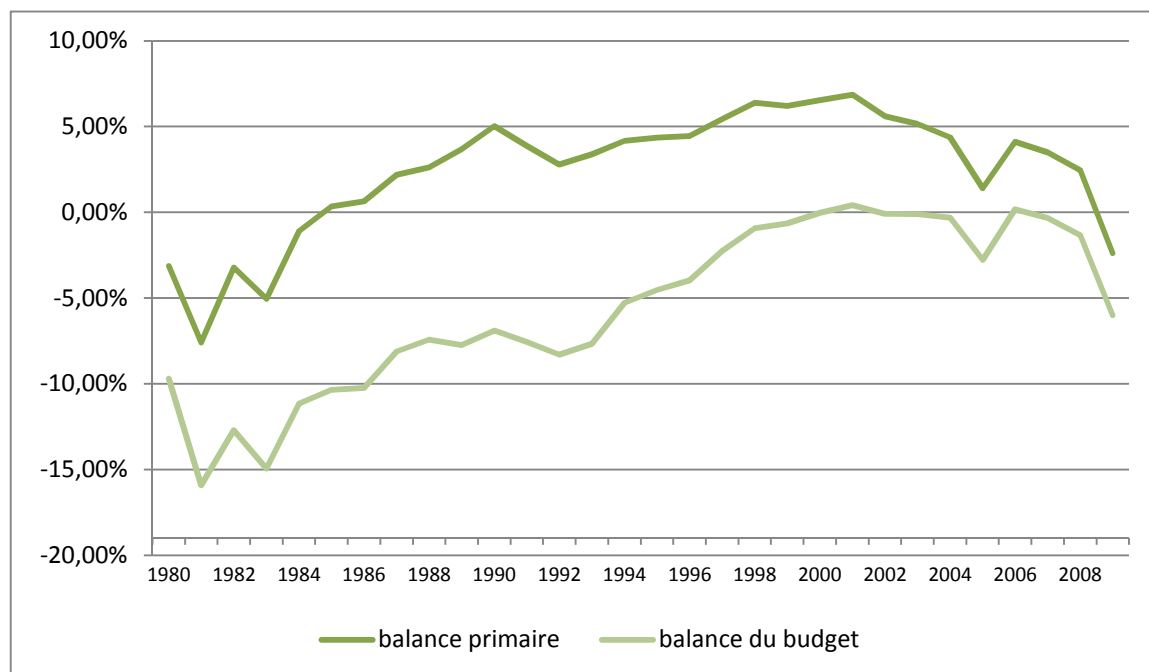
efforts à réaliser pour y parvenir sont plus faciles si le déficit primaire initial est bas, à croissance et taux d'intérêt donnés.

En dépit du retournement à la hausse de la dette publique en 2009, vers un niveau proche des 100% du PIB, la Belgique a bénéficié jusqu'il y a peu d'une crédibilité que lui ont valu de très longues années d'efforts d'assainissement prolongés, qui ont permis de réduire la dette publique de 130,4% du PIB en 1995 à 84,2% en 2008, au prix de surplus primaires répétés de 1985 à 2008.

Si le pays a prouvé dans le passé qu'il peut réaliser les efforts nécessaires pour réduire son niveau d'endettement, on peut penser qu'il sera à nouveau à même de redresser la situation. Il est toutefois crucial qu'il puisse à nouveau compter sur des facteurs qui facilitent l'effort à réaliser : une bonne croissance en valeur de l'activité, et des taux d'intérêt bas, c'est-à-dire aussi proches que possible du benchmark allemand. C'est ainsi que le taux d'intérêt implicite sur la dette, déterminé essentiellement par les conditions auxquelles ont pu être émises les obligations de l'état au cours des années précédentes, se limite encore à 4.6% ce qui permet d'encore contenir les intérêts de la dette à 3.5% du PIB, en dépit d'une dette si élevée. L'envolée actuelle du spread des taux belges par rapport aux taux allemands doit donc être enrayé tout de suite, ce qui nécessite un apaisement urgent des tensions politiques entre les communautés, l'assurance de la pérennité de l'état, la formation d'un gouvernement et l'annonce urgente d'un plan concret d'assainissement du budget, soutenu par une majorité politique solide.



Belgique: déficits ou surplus totaux et primaires du budget de l'état



Des fondamentaux économiques bien différents de ceux des pays en crise

Croissance

La capacité d'un état à assurer le service d'une dette élevée dépend de manière cruciale de la croissance de son activité productrice. D'une part, une forte croissance alimente les recettes fiscales, et réduit une partie des dépenses sociales, ce qui favorise la réduction du déficit public et ralentit la croissance de la dette. D'autre part, pour une valeur donnée de la dette publique, une croissance plus forte du PIB implique mécaniquement un ratio d'endettement plus bas. Plus forte est la croissance, plus grandes sont les probabilités que la dette publique augmente moins vite que le PIB en valeur. Les prévisions les plus récentes de la Commission européenne, publiées le 29 novembre 2010, confirment que la Belgique bénéficie d'un des meilleurs taux de croissance en Europe, avec une croissance estimée de 2% en 2010, supérieure à la moyenne de la zone euro. Cet avantage devrait persister en 2011 et 2012. Très tournée vers les exportations, la Belgique profite du dynamisme de l'économie allemande, son plus gros client. La résistance de la croissance réelle de l'économie belge contraste fortement avec la récession qui prévaut encore en Grèce, en Irlande et en Espagne, ainsi qu'avec la croissance très médiocre de l'Italie et le Portugal.

	croissance du PIB réel en 2010	croissance du PIB en 2011	Taux de chômage harmonisé en novembre 2010	balance extérieure compte courant en % du PIB en 2010
Belgique	2,00%	1,80%	8,50%	0,28%
Espagne	-0,20%	0,70%	20,70%	-5,39%
Irlande	-0,20%	0,90%	14,10%	-2,86%
Portugal	1,30%	-1%	11%	-10,27%
Grèce	-4,10%	-3%	12,20%	-11,23%
Pays-Bas	1,70%	1,50%	4,40%	5,41%
France	1,70%	1,60%	9,80%	-1,96%
Allemagne	3,70%	2,20%	6,70%	5,02%
Italie	1,10%	1,10%	8,60%	-3,13%
Autriche	2%	1,70%	4,80%	2,27%

Sources: EUROSTAT, Commission Européenne

Si l'emploi reste un problème structurel, le taux de chômage de la Belgique se maintient à un niveau bien inférieur à celui de la France, et beaucoup plus bas que ceux des pays du sud de la zone euro ou de l'Irlande.

Compétitivité et balance extérieure

Les pays du sud de la zone euro connaissent des problèmes de compétitivité majeurs, dus aussi bien à leur positionnement sur des produits de bas ou milieu de gamme, l'insuffisance d'investissement dans la recherche et de brevets déposés, la spécialisation sur des secteurs de services pu sophistiqués, et un manque relatif de discipline salariale. Ces problèmes de compétitivité se traduisent par des déficits de balance commerciale et de balance courante importants. Dans le centre de la zone euro, la France également connaît un déficit devenu structurel de balance extérieure.

A l'opposé, la Belgique est un des rares pays à montrer un surplus de balance courante, de 0,2% du PIB. L'économie belge est de ce point de vue beaucoup plus proche de l'Allemagne, les Pays-Bas et l'Autriche, qui connaissent toutes des surplus de balance extérieure courante.

La balance courante de la Belgique bénéficiant d'un surplus structurel, la Belgique n'a pas accumulé de dette nationale, agents privés et publics confondus, vis-à-vis de l'extérieur. Au contraire la Belgique a plutôt accumulé une créance nationale sur le reste du monde. Même si approximativement 60% de la dette publique de la Belgique est détenue par des investisseurs étrangers, essentiellement les banques des pays voisins, les avoirs extérieurs nets des agents privés compensent largement cette dette extérieure de l'administration publique.

Cette situation contraste fortement avec celle d'autres pays de la zone euro, avec une dette extérieure nette de 85% du PIB pour l'Espagne ou de 95% pour l'Irlande.

	Taux d'épargne des ménages (en % de leur revenu disponible) en 2009	actifs financiers nets des ménages en % du PIB en 2009	dette des ménages en % de leurs actifs financiers en 2009	dette nette des entreprises hors banques et assurance, en % du PIB en 2009	passif avant consolidation des banques et assurance en % du PIB en 2009
Belgique	18,30%	210,45%	20,55%	94,12%	529,61
Espagne	18,05%	76,34%	54,17%	143,14%	445,89
Irlande	16,35	66,26%	65,58%	104,54%	1989,63
Portugal	10,99%	126,71%	45,89%	174,42%	453,21
Grèce	3,50%	59,88%	50,90%	70,28%	264,71
Pays-Bas	13,37%	153,27%	45,98%	57,19%	1119,78
France	15,97%	131,46%	34,57%	101,66%	554,79
Allemagne	17,21%	130,98%	32,79%	59%	461,08
Italie	13,99%	-	-	100,29	297,16
Autriche	16,01%	115,99%	32,92%	87,60%	515,78

Sources: EUROSTAT, Banque des Règlements Internationaux

Une situation financière très solide du secteur privé

Le taux d'épargne des ménages belges, à 18,30% du revenu disponible, est un des plus élevés, et dépasse même celui de l'Allemagne. Les ménages belges ont ainsi accumulé au fil du temps une richesse exceptionnelle. Leurs actifs financiers nets s'élèvent à 210% du PIB, ce qui dépasse largement tous les autres pays de la zone euro, et contraste fortement avec les taux faibles de certains pays du sud. Le patrimoine financier net des ménages belges est supérieur à la somme des dettes de l'état et des entreprises belges, hors banques et assurances. Cette situation n'est partagée qu'avec les Pays-Bas.

La dette financière brute des ménages belges ne s'élève qu'à 20.55% de leurs dettes brutes, performance qui s'avère meilleure que celles de tous ses voisins, et qui contraste avec les taux beaucoup plus élevés des pays de la périphérie. Rien qu'avec leurs actifs financiers, donc même sans compter leurs actifs immobiliers, les ménages belges ont de quoi rembourser 5 fois leur dette.

Le patrimoine financier net des ménages belges suffirait à porter très aisément la dette publique, et constitue une base potentiellement taxable si cela s'avérait nécessaire. Dans le même temps la croissance relativement bonne de l'économie, par rapport à la moyenne européenne, permet d'assurer les recettes fiscales. Globalement rien ne vient justifier des inquiétudes sur la solvabilité structurelle de l'état belge, aussi longtemps que les taux d'intérêts restent maîtrisés.

Situation des banques

Si la taille du bilan des banques belge est élevée, à 529% du PIB, elle ne dépasse que légèrement celle de l'Allemagne et reste inférieure à celle de la France. Elle est très loin

d'atteindre les tailles disproportionnées des systèmes bancaires et d'assurance irlandais ou néerlandais.

Par ailleurs l'exposition des banques belges aux dettes des pays à risque est parfois élevée, mais pas plus que celles des banques des pays voisins, eu égard à leur taille.

L'exposition des banques belges à la dette irlandaise s'élève à 28,844 milliards de dollars, contre 138,567 pour l'Allemagne, 43,594 pour la France, 4,337 pour l'Autriche, 19,153 pour les banques des Pays Bas.

L'exposition des banques belges à la dette Grecque se limite à 2,203 milliards de dollars, contre 36,840 pour les banques de l'Allemagne, 57,319 pour les banques de la France, 3,196 pour les banques de l'Autriche, 5,271 pour les banques des Pays Bas.

L'exposition des banques belges à la dette portugaise ne s'élève qu'à 4,958 milliards de dollars, contre 37,240 pour les banques de l'Allemagne, 41,325 pour les banques de la France, 1,939 pour les banques de l'Autriche, 6,349 pour les banques des Pays Bas.

L'exposition des banques belges à la dette espagnole s'élève à 19,559 milliards de dollars, contre 181,648 pour les banques de l'Allemagne 164,598 pour les banques de la France, 7,033 pour l'Autriche, 72,703 pour les banques des Pays Bas.

Il faut remarquer que les pays du sud voient leurs banques encore fragilisées par des dettes mutuelles élevées. Les banques espagnoles détiennent ainsi 77,775 milliards de dollars de dette portugaise.

Il n'y a donc pas de gros risque sous-jacent d'une nouvelle augmentation de la dette publique qui serait causée par la nécessité d'un nouveau sauvetage d'une banque belge.

Cette situation contraste fortement avec celle d'autres pays.

L'Espagne a ainsi constitué un fonds de garantie et de recapitalisation des banques de 99 milliards d'euros, qui n'est pas incorporé actuellement dans la dette publique, et dont l'activation explicite porterait celle-ci au dessus de 90% du PIB en 2015. L'Espagne s'expose aussi au risque que, comme en Irlande, la crédibilité de la garantie de l'état s'étiolle, avec comme conséquence une méfiance accrue à l'égard des banques qui perdraient l'accès au financement du marché, et nécessiteraient un plan de sauvetage.

Contrairement à la Belgique, plusieurs pays de la périphérie restent exposés aux effets du dégonflement d'une bulle immobilière et de l'accumulation de prêts hypothécaires à risque. Entre 1995 et 2008, en Espagne, les prix de l'immobilier résidentiel ont augmenté de plus de 200% et n'ont que peu baissé ensuite. L'ampleur de la bulle immobilière y est donc supérieure à celle des Etats-Unis. Entre 1995 et 2006, les prix de l'immobilier résidentiel ont augmenté de 140% aux Etats-Unis, et se sont repliés depuis de 27%. Entre 1996 et 2006, les prix de l'immobilier résidentiel ont augmenté de 315% en Irlande. Depuis le sommet de cette bulle spéculative, la correction à la baisse n'a atteint que 40% en Irlande et 15% en Espagne. Tout porte à penser que les prix de l'immobilier vont encore baisser substantiellement en

Espagne. L'encours des prêts hypothécaires espagnols s'élève à un milliard de dollars. La taille globale du bilan des banques espagnoles s'élève à 3500 milliards de dollars. Par comparaison, le total du bilan des banques de la Grèce, du Portugal et de l'Irlande vaut 2500 milliards d'euros. Le risque d'un accroissement des défauts des emprunteurs sur leurs prêts immobiliers fragilise fortement les systèmes bancaires dans ces pays de la zone euro.

Conclusion

En dépit d'une dette publique parmi les plus élevées de la zone euro, les fondamentaux de l'économie belge ne justifient pas une augmentation forte de la prime de risque à l'égard des obligations belges, et un renchérissement prononcé des conditions de financement de l'état. Les conditions sont réunies pour assurer la crédibilité d'un plan de retour à des surplus primaires et une baisse de la dette publique en % du PIB.

Les seuls facteurs qui peuvent expliquer la montée récente de la méfiance vis-à-vis de la dette belge sont essentiellement d'ordre politique. La lenteur de formation du nouveau gouvernement retarde l'adoption des plans d'économies nécessaires, et les milieux politiques laissent planer une incertitude totale sur les délais auxquels leurs négociations vont permettre d'arriver à un accord. Dans le même temps les déclarations intempestives sur une éventuelle scission de l'état, bien que les obstacles politiques et techniques en réduisent très fortement la possibilité, ont suscité des craintes quant à la continuité du service de la dette si une telle possibilité se réalisait. Il est donc urgent d'en revenir à une situation politique normale.